

Situación Inmobiliaria

Estados Unidos

I Semestre 2011
Análisis Económico

- **La economía se está desacelerando** con un modesto ritmo de creación de empleo. Las previsiones indican que tanto en 2012 como en 2013 el crecimiento se acercará al potencial
- **El mercado residencial continua débil**, es necesario que la recuperación económica se intensifique y se elimine el exceso de oferta existente para que la inversión residencial vuelva a tasas positivas
- **Aún existen dudas sobre la recuperación del segmento comercial**, que pudiera sufrir algunos vaivenes si las tasas de interés cambian de tendencia al alza, como es previsible que suceda en 2012
- **La financiación hipotecaria se encuentra en fase de mejora** de la cartera crediticia, requisito imprescindible para que se produzca la reactivación de la misma

Índice

1. Editorial.....	3
2. Situación Económica.....	4
3. Mercado Inmobiliario Residencial.....	6
4. Mercado Inmobiliario Comercial.....	11
5. Financiación Hipotecaria.....	15

Fecha de cierre: 30 de junio de 2011

Editorial

Los indicadores inmobiliarios continúan mostrándose débiles, lo que confirma que la recuperación del sector será lenta y dilatada en el tiempo. La intensidad de la crisis residencial junto con la frágil recuperación actual, pudieran tener consecuencias relevantes desde el punto de vista social, demográfico y económico durante varios años o incluso décadas.

Algunos análisis indican que las crisis inmobiliarias que afectan a la disponibilidad, calidad y accesibilidad de las viviendas pueden dañar el nivel de educación futuro, lo que reduce los ingresos y la movilidad de la población. De la misma manera, las recesiones implican cambios en las pautas de comportamiento de los más jóvenes, tales como el retraso de la compra de la primera vivienda, que a su vez contribuyen a la debilidad de la demanda dado que se retrasa el proceso de formación de hogares. Lo anterior supone un menor volumen de ventas y reduce la demanda de hipotecas, en un momento en el que la oferta es elevada lo que presiona los precios a la baja. Las familias pueden también retrasar el momento de tener hijos o tener menos descendientes. Además, aquellos trabajadores que están a punto de retirarse o que se han retirado ya, pero que han sufrido importantes pérdidas de riqueza debido a la caída de los precios residenciales, pudieran verse forzados a mantenerse o retornar a un mercado laboral que se encuentra en una débil situación. Si estas tendencias no se corrigen rápidamente, el crecimiento potencial de la economía y la calidad de vida de la población descenderán apreciablemente.

De hecho, algunos análisis sugieren que parte del elevado nivel de desempleo se debe al impacto que ha tenido la caída de precios residenciales en la movilidad laboral. Si las familias, cuyas deudas hipotecarias superan el valor de sus viviendas, ven limitada su posibilidad de cambiarse de casa para no incurrir en pérdidas, la movilidad laboral disminuye y el desempleo aumenta. De todas formas, la evidencia empírica sugiere que el mayor impacto de la caída de precios se observa en la movilidad local mientras que la movilidad interestatal se mantiene estable. Dado que la movilidad local tiene escasa repercusión en los desajustes laborales, es evidente que las caídas de precios no tienen un impacto tan relevante en la movilidad laboral y en el nivel de desempleo. De hecho, los datos confirman que en aquellas áreas donde más han caído los precios la movilidad laboral es mayor.

La recesión económica ha llevado también a que se reduzca el tamaño de las nuevas viviendas. De hecho, los últimos datos sugieren que el ajuste actual es el más intenso desde que comenzaron a registrarse dichos datos hace 50 años. Sin embargo, un análisis temporal de los mismos indica que, si bien la superficie media de las viviendas se reduce en los periodos de crisis, la tendencia de largo plazo es a que aumente. Así, en las últimas cuatro décadas, el número de metros cuadrados de vivienda per cápita ha aumentado un 80%. Esto se observa independientemente del tamaño de las ciudades. Además, las calidades y dotaciones de las viviendas continúan mejorando a lo largo del tiempo. Por ejemplo, entre 1987 y 2009, el número de nuevas viviendas con cuatro habitaciones o más se ha duplicado, mientras que el tamaño de las familias se ha mantenido estable. Por lo tanto, una vez que la economía mejore, es muy probable que el tamaño de las viviendas aumente.

Si bien el tiempo necesario para la construcción de una vivienda ha permanecido prácticamente estable en los últimos 40 años, un largo periodo de márgenes reducidos pudiera incentivar a los constructores a mejorar la productividad y eficiencia mediante métodos y tecnologías alternativas: paneles solares, energía geotermal, uso de ventanas, muros y techos "inteligentes", etc. Los beneficios pudieran ser significativos. Por ejemplo, en los últimos 30 años, los tres grandes fabricantes de vehículos americanos aumentaron la productividad por vehículo en un 50%. Elevados costes de mantenimiento, cambios en las preferencias de los consumidores y nuevas regulaciones pudieran acelerar la construcción de viviendas ecológicas, lo que llevaría a residencias más asequibles con estándares más elevados.

Cordialmente,

Nathaniel Karp

Economista Jefe BBVA U.S.

1. Situación económica

La economía se está desacelerando con un modesto ritmo de creación de empleo. Las previsiones indican que tanto en 2012 como en 2013 el crecimiento de la actividad se situará ligeramente por debajo del potencial

En la primera mitad de 2011, los indicadores económicos sugieren que se está produciendo una ligera moderación del crecimiento de la actividad económica. De hecho, en el primer trimestre del año, la economía de EE.UU. creció un 1,8% (t/t, anualizado) en términos desestacionalizados, en comparación con el 3,1% del trimestre anterior. El principal motivo de esta ralentización fue la caída tanto del gasto de público como de las inversiones brutas, que restaron 1,1 puntos porcentuales (pp). En términos intertrimestrales, estas dos partidas descendieron un 7,9% en términos reales, debido sobre todo al fuerte descenso del gasto en defensa, que retrocedió un 11,7% t/t. No obstante, esperamos que el sector público haga una aportación positiva al crecimiento económico en la segunda mitad del año. Por otra parte, el consumo privado (PCE), el aumento de los inventarios y la inversión fija no residencial contribuyeron positivamente al crecimiento económico del primer trimestre.

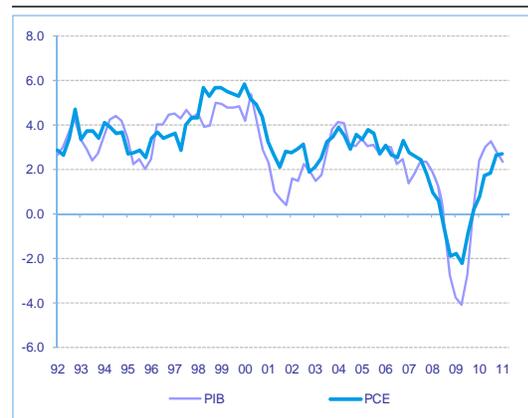
En la segunda mitad de 2011 se prevé que el consumo seguirá siendo el principal motor del crecimiento económico. Si bien el proceso de desapalancamiento financiero seguirá intensificándose como consecuencia del elevado desempleo y de las estrictas condiciones crediticias, el incremento ininterrumpido de la renta personal, los programas de apoyo del gobierno y los incentivos fiscales sustentarán el consumo privado.

La debilidad de la creación de empleo introduce dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica y no está contribuyendo significativamente a la reducción del desempleo

Las condiciones del mercado de trabajo están mejorando, pero a un ritmo lento. En la segunda mitad de 2010 y la primera de 2011, la economía de EE.UU. generó algo más de 1 millón de puestos de trabajo netos. Este aumento del empleo no ha sido suficiente para aliviar el elevado nivel de desempleo, cuya tasa se mantenía en el 9,2%. Los negativos efectos de estas elevadas tasas de desempleo se ven además acentuados por el descenso que se está produciendo en la ratio de participación, que al final del primer semestre de 2011 era del 64,1%, más de medio punto porcentual por debajo de la tasa existente un año antes.

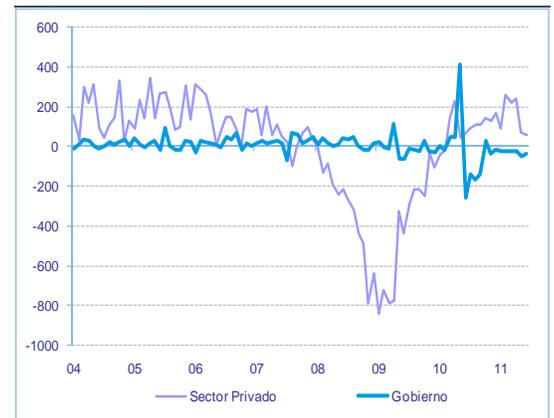
Los indicadores del mercado laboral de la primera mitad de 2011 –demandas iniciales, desempleo, salarios– sólo muestran una ligera mejoría y están lejos de indicar una rápida contratación por parte de las empresas privadas. Esta tendencia indica que hay un desajuste entre la demanda de mano de obra y las cualificaciones de los desempleados. En este escenario, la tasa de desempleo disminuirá a un ritmo más lento que en anteriores recuperaciones.

Gráfico 1
PIB real y PCE. Variación interanual (%)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfico 2
Empleo no Agrícola. Variación m/m (miles)



Fuente: BLS y BBVA Research

A finales del segundo trimestre de 2011, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) anunció que liberaría 60 millones de barriles de petróleo a nivel mundial, lo que ha llevado a un relajamiento de los mercados de petróleo. Como informó la AIE, este aumento de la oferta intenta compensar las discontinuidades en el suministro derivadas de la guerra civil de Libia. Además, Arabia Saudita anunció con anterioridad que actuaría en contra de las directrices de los miembros de la OPEC y aumentaría la producción de crudo en 1,4 millones de barriles por día. Lo anterior ha llevado a descensos de los precios del petróleo que se han visto reforzados por la desaceleración de la economía a nivel global. Este ajuste de precios limita los riesgos los inflacionistas de la primera mitad del año

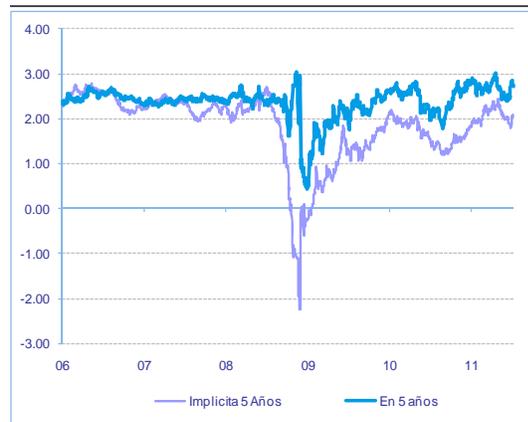
La política monetaria mantendrá su tono flexible actual hasta la primera parte de 2012, momento en que la Reserva Federal comenzará a elevar sus tasas

La política de compra de activos a gran escala desarrollada por la Reserva Federal en la primera mitad de 2011 ha contribuido de forma notable a eliminar los riesgos de deflación y, en la actualidad, tanto el índice general de precios como la inflación subyacente están lejos del cero. Desde el punto de vista de la Fed, esta política de compra de activos ha contribuido a sortear la cuestión de la irrelevancia de las bajas tasas de interés. Además, la confianza ha aumentado en términos de crecimiento de las ventas minoristas, menor volatilidad en los precios y mejora en los diferenciales corporativos.

Seguimos considerando que la Fed mantendrá el tipo objetivo de los fondos federales sin cambios en la segunda mitad de 2011. Sin bien no esperamos que se implemente un tercer programa que inyecte liquidez al sistema por parte de la Reserva Federal, creemos que la reinversión del capital principal procedente de los activos que vayan venciendo continuará hasta que las condiciones financieras y económicas justifiquen un cambio de política. El cese de la reinversión del capital principal constituye uno de los primeros pasos de la estrategia de salida de la Fed. Suponiendo que la tasa de inflación se mantenga dentro de la zona de confort de la Fed y que las expectativas de inflación sean estables, la Fed eliminará la frase "periodo prolongado" de su declaración un par de reuniones antes de efectuar el primer movimiento alcista de los tipos. Nuestro escenario de referencia asume que este primer movimiento se producirá a finales del primer trimestre de 2012.

En general, nuestras previsiones indican un crecimiento del 3,0% en la economía de EE.UU. en 2011, pero los riesgos a la baja son superiores al potencial alcista. En 2011, la tasa de inflación aumentará hasta el 2,8% de media anual, mientras que la inflación subyacente se mantendrá por debajo del 2,0%. La Fed no se apresurará a subir los tipos de interés en un entorno en el que se combinan un periodo de baja actividad, escasas presiones inflacionistas subyacentes y expectativas estables para la inflación a largo plazo. El momento de tomar medidas políticas (normalización del balance, en concreto) dependerá de la evolución de los datos durante el verano.

Gráfico 3
Expectativas de Inflación. (%)



Fuente: Reserva Federal y Harver

Gráfico 4
Bonos del Tesoro a 10Años y Futuro de los Fondos Federales. Tasas (%)



Fuente: Datastream and BBVA Research

2. Mercado Inmobiliario Residencial

Es necesario que la recuperación económica se intensifique y se elimine el exceso de oferta existente para que la inversión residencial vuelva a tasas positivas

En la primera mitad de 2011, todos los indicadores del mercado residencial continuaron mostrándose débiles. En relación con el mismo periodo de 2010, las ventas de viviendas descendieron un 5% y los precios se depreciaron del entorno del 7%. Por la parte positiva, hay que destacar que el inventario de viviendas en venta se redujo ligeramente por encima del 5%; sin embargo, existe aún cierto inventario "en la sombra" formado por las viviendas en proceso de embargo y las adjudicadas a las entidades financieras. La debilidad de las ventas también se reflejó en la actividad constructora; de hecho, en el primer semestre del año, se iniciaron un 7% menos de viviendas en media y los proyectos visados cayeron un 12%. Esto se tradujo en una caída del 5% de la inversión real en vivienda, lo que detrajo casi 0,3 puntos porcentuales del crecimiento del PIB.

Si bien entre el segundo trimestre de 2010 y el de 2011, el número de hogares aumentó en algo más de 750.000 unidades y el mercado de trabajo generó más de 1,1 millones de empleos, la demanda de viviendas en el periodo mencionado continuó frágil y se orientó, básicamente, hacia el mercado de alquiler, cuyo parque de viviendas aumentó un 2,8%.

Las perspectivas para la segunda mitad de 2011 no son mucho más optimistas, las ventas se mantendrán en niveles similares a los de la primera mitad, los precios continuarán descendiendo, si bien a un ritmo menor, y el parque de viviendas sin vender se ajustará tenuemente. La iniciación de viviendas se recuperará levemente, lo que llevará a que la inversión residencial muestre tasas de variación interanuales positivas por primera vez desde la segunda mitad de 2006.

Nuestras estimaciones indican que, en 2012, la recuperación del mercado residencial y la inversión en vivienda será más palpable, al mismo tiempo los precios tenderán a estabilizarse a medida que la mejor percepción de la situación económica permita unas expectativas de los hogares más positivas.

Las ventas de viviendas no respondieron a la mejora de los factores de demanda. El aumento del número de hogares y del empleo se reflejó en un mayor porcentaje de vivienda en alquiler

En los primeros cuatro meses de 2011, las ventas de viviendas alcanzaron una media ligeramente superior a 5,4 millones de unidades en términos anuales, lo que supuso un descenso de algo más del 5% en relación con la media de la primera mitad de 2010. Sin embargo, en comparación con los datos correspondientes a la segunda mitad de 2010, periodo en el que terminaron los incentivos fiscales del Gobierno Federal, las ventas de vivienda del periodo enero-abril de 2011 aumentaron casi un 14%.

En relación con el segundo semestre de 2010, la mejora de ventas se produjo especialmente en el segmento de la vivienda usada, que aumentó un 14,7%. Este incremento de las ventas, se vio especialmente favorecido por la salida al mercado de una parte significativa de las viviendas con problemas financieros. De hecho, las ventas de viviendas embargadas o adjudicadas a las entidades financieras llegaron a suponer algo más una tercera parte de las ventas de las viviendas existentes en el primer trimestre de 2011, según los datos aportados por la National Association of Realtors (NAR). En este sentido, la mejora de la calidad de la cartera de las entidades financieras y la menor entrada en mora de las nuevas hipotecas está permitiendo a las entidades financieras la puesta en el mercado de los activos inmobiliarios adjudicados, sin que ello conlleve un deterioro relevante de los ratios financieros más relevantes.

En el caso de la vivienda de nueva construcción, el volumen de ventas se ha mantenido estable en el entorno de las 300.000 unidades al año tanto en la segunda mitad de 2010 como en los primeros cuatro meses de 2011. Estos niveles de ventas son inferiores a los observados en las anteriores recesiones inmobiliarias, donde las ventas mínimas apenas bajaron de las 400.000 unidades de media anual. Como consecuencia del bajo ritmo de venta de las nuevas viviendas, los promotores están manteniendo un bajísimo inventario de este tipo de viviendas.

Gráfico 1
Venta de Viviendas Unifamiliares. Miles



Fuente: National Association of Realtors y Census Bureau

Gráfico 2
Viviendas en Venta. Miles



Fuente: National Association of Realtors y Census Bureau

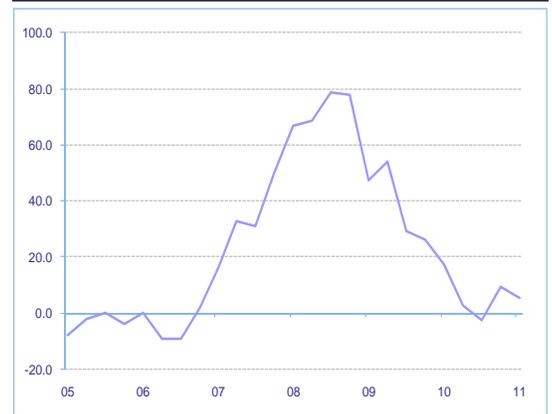
El aumento del número de hogares y la suave mejora del mercado laboral están impulsando levemente la demanda residencial, que se está orientando de forma clara hacia el segmento del alquiler en detrimento de la propiedad. Entre el primer trimestre de 2010 y el de 2011, el número total de hogares aumentó en 758.000 unidades hasta alcanzar un total de 112,16 millones de unidades. De este total, el 66,4% vivía en régimen de propiedad y el 36,4% en alquiler; estas cifras suponen que en un año, el número de hogares que viven en su propia vivienda se ha reducido el 0,7%, lo que significa que casi 300.000 hogares han pasado a vivir en régimen de alquiler. En el mismo periodo, el número de hogares que vive en alquiler ha aumentado en algo más de un millón. Este cambio estructural, que se viene produciendo desde la segunda mitad de 2006 y que ha supuesto el aumento de más de dos puntos y medio porcentuales del peso de las viviendas en alquiler, tiene sus raíces en varios factores: el primero, en el cambio de expectativas de los precios residenciales, el segundo en la inestabilidad del mercado laboral y el tercero, en las dificultades de financiación de los hogares.

Gráfico 3
Régimen de Propiedad. % del total de viviendas ocupadas



Fuente: Census Bureau y BBA Research

Gráfico 4
Estándares de Crédito. % Bancos que Elevan Requisitos

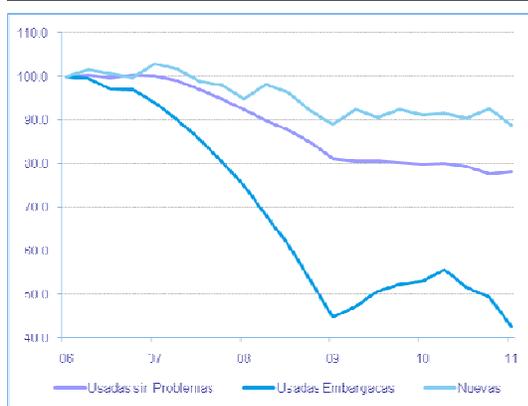


Fuente: Reserva Federal, Harver y BBVA Research

Los precios de la vivienda mostraron una evolución dual: mientras se ajustaron intensamente en el caso de las ventas de viviendas embargadas o adjudicadas, éstos se mostraron más estables en las viviendas sin problemas financieros

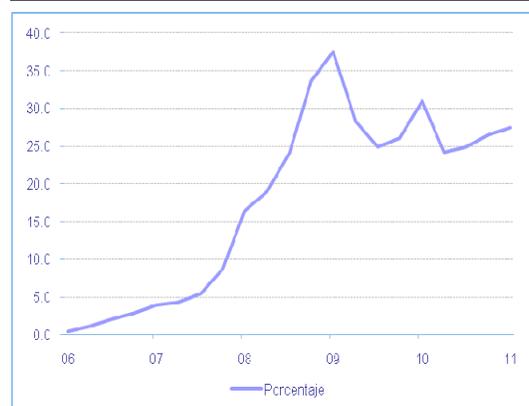
En la primera mitad de 2001, los principales índices de precios a la vivienda están mostrando una clara depreciación que, al final del primer trimestre de 2011, se podía cuantificar entre el 4% y el 8% en tasas interanuales, dependiendo del índice. Esta negativa evolución de los datos agregados está llevando a la conclusión de que se está produciendo una recaída generalizada de los precios inmobiliarios; sin embargo, un análisis más detallado de la composición de los índices de precios a la vivienda permite observar la existencia de dos submercados: el submercado de las viviendas con problemas hipotecarios (embargadas o adjudicadas), en el que los precios se están ajustando intensamente; y el submercado de las viviendas sin problemas financieros (nuevas o usadas), en el que los precios se han mostrado más estables desde que comenzara la recuperación económica.

Gráfico 5
Precio Viviendas. Máximo 1T2006 = 100



Fuente: CoreLogic, Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 6
Ventas Viviendas Embargadas. % del Total Ventas



Fuente: RealtyTrac

En el caso de las viviendas con problemas financieros que salen al mercado, provenientes de procesos de embargos o de las carteras de las entidades financieras, los ajustes de precios alcanzaban al final del primer trimestre de 2011 tasas de variación interanuales por encima del-30%. En el mismo periodo, el índice de precios de las viviendas usadas sin problemas financieros mostró una depreciación interanual del 0.8%.En el caso de las viviendas de nueva construcción, los precios han seguido una senda ligeramente más volátil, pero sin depreciarse significativamente desde principios de 2009.

La mejora que ha experimentado la cartera de las entidades financieras junto con la menor ejecución de viviendas en situación de mora están permitiendo la salida al mercado de parte del parque de viviendas adjudicadas en manos de las entidades financieras. De hecho, desde septiembre de 2010 hasta marzo de 2011, la cartera de viviendas adjudicadas del conjunto de los bancos comerciales se ha reducido casi un 10%. En el mismo periodo, el número de viviendas que entraron en proceso de embargo se redujo casi un 37%, según los últimos datos de RealtyTrack.

Las previsiones de precios indican que no se producirán revalorizaciones positivas hasta la segunda mitad de 2012

Las expectativas sobre la evolución de los precios de la vivienda se han ido deteriorando paulatinamente a lo largo de 2010 y los primeros meses de 2011. Si bien estas se mantienen positivas para un horizonte de medio plazo, para finales de 2011 y la primera mitad de 2012 la media de las previsiones descuenta aún cierto grado de depreciación, según la encuesta elaborada por Macromarkets. Nuestras previsiones indican que a finales de 2011, lo precios de la vivienda se depreciarán ligeramente por encima del 3% en términos interanuales. No será hasta el último trimestre de 2012 cuando se produzcan revalorizaciones positivas.

Gráfico 7

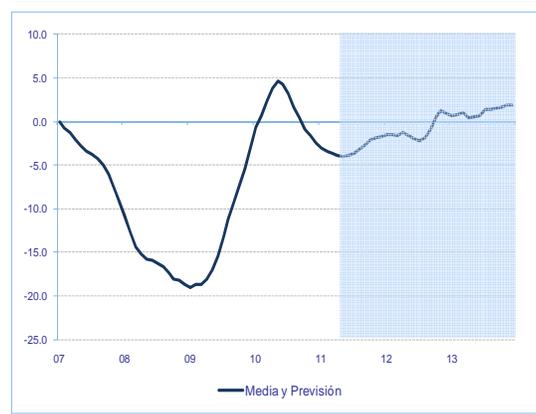
Expectativas de Precios de las Viviendas. Variación Interanual del Último Trimestre del Año



Fuente: MacroMarkets

Gráfico 8

Precio de la Vivienda. Variación Interanual (%)



Fuente: CoreLogic y BBVA Research

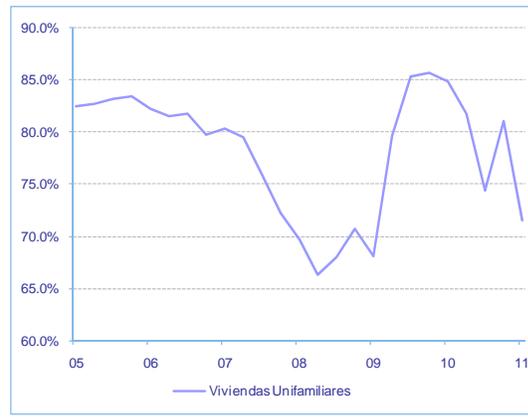
La iniciación de viviendas se mantendrá en mínimos mientras el inventario no se reduzca significativamente y mejore la confianza de los promotores

La debilidad de las ventas de vivienda de nueva construcción está llevando a un nivel de producción residencial en mínimos históricos. Tanto los proyectos visados como el número de viviendas iniciadas en los cuatro primeros meses de 2011 se han mantenido en el entorno de las 560.000 unidades al mes en términos anualizados, cifras similares a la media de 2009 y 2010. Sin embargo, en la composición de las viviendas iniciadas ha ganado peso relativo la vivienda multifamiliar, más orientada al alquiler, mientras que el peso de viviendas unifamiliares se ha reducido hasta suponer el 72% del total en los cuatro primeros meses de 2011, 8 puntos por debajo del peso que tenía en 2009-2010. Dado que la demanda de alquiler se mantiene más sólida que la de viviendas en propiedad, es de esperar que esta tendencia en la composición de la producción de nuevas viviendas continúe en la segunda mitad de 2011 y se prolongue también en la primera mitad de 2012.

Nuestra previsión de viviendas iniciadas indica una evolución positiva de las mismas a partir de 2012, año en el que se alcanzará una media de 625.000 unidades, un 11,5% por encima de la media de 2011. En 2013, estimamos que se iniciaran algo más de 700.000 unidades. El elevado volumen de viviendas existentes en venta y la salida al mercado de parte de la cartera de viviendas adjudicadas a las entidades financieras en los próximos dos años limitará la construcción de nueva oferta.

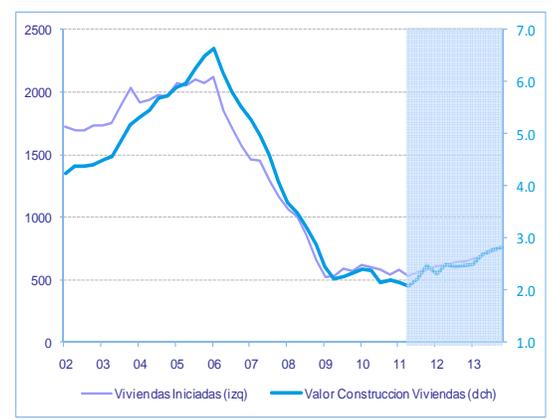
Esta frágil evolución de la actividad promotora está teniendo un claro reflejo en el gasto en construcción en vivienda, que en los cuatro primeros meses de 2011 ha descendido un 5% en relación con la media de 2010. En el conjunto de 2011, estimamos que el gasto en construcción residencial será casi un 3% menor que el realizado en 2010 cuando se compara en términos reales. Nuestras previsiones indican una mejora del mismo en 2012 y 2013, en línea con la mejora esperada en las ventas y en la actividad promotora.

Gráfico 9
Viviendas Unifamiliares. Peso en el Total de Viviendas Iniciadas



Fuente: Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 10
Viviendas Iniciadas y Valor de la Construcción Residencial. Unidades y Variación Interanual (%)



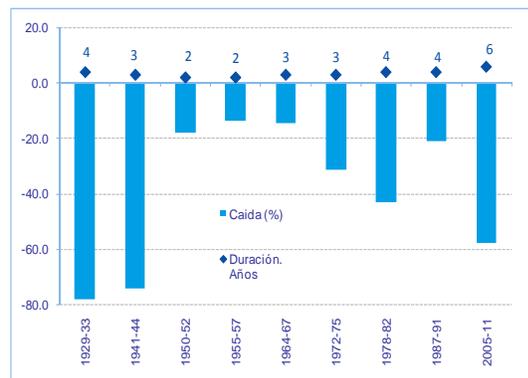
Fuente: Census Bureau y BBVA Research

La inversión residencial continuará detrayendo unas décimas al crecimiento del PIB en 2011 y no será positiva hasta 2012

Los datos disponibles de la primera mitad de 2011 indican que la inversión residencial ha continuado descendiendo, si bien lo ha hecho a una tasa menor que en años anteriores. Nuestras estimaciones indican que en el conjunto del año, la inversión residencial se contraerá un 2% y no será hasta 2012 cuando se inicie una mejora relevante en este componente del PIB. Para 2013 y 2014, las previsiones indican que la recuperación será suave y su aportación al crecimiento de la economía será significativamente menor que en recuperaciones pasadas.

La presente recesión residencial está siendo la de mayor duración, seis años, de los últimos cien años y la tercera en términos de intensidad, -60%, solo superada por las recesiones de los periodos de la gran depresión (1929-1933) y la segunda guerra mundial (1941-44).

Gráfico 11
Crisis Inmobiliarias. Duración e Intensidad



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfico 12
Inversión Residencial. Variación Interanual (%)



Fuente: BEA y BBVA Research

3. Mercado Inmobiliario Comercial

El segmento comercial pudiera sufrir algunos vaivenes si las tasas de interés cambian de tendencia al alza, como es previsible que suceda en 2012

En los primeros meses de 2011, los datos indican que el deterioro del segmento de los bienes raíces destinados al alquiler (inmobiliario comercial) está tocado fondo y se observan síntomas de una leve recuperación que, estimamos, será lenta y tardará aún algunos trimestres en apreciarse de forma clara. Sin embargo, algunos riesgos permanecen latentes y sería necesario ver una mejora más intensa en el mercado laboral y en las expectativas empresariales para que la inversión inmobiliaria no residencial se reactive.

De todas formas, el comportamiento no está siendo homogéneo en la totalidad del segmento: mientras que el mercado de los apartamentos en alquiler se reactivó en 2010, los de oficinas, espacios comerciales y espacios industriales están aún tocando fondo. En el caso del mercado de hoteles, es necesario que se avance en la recuperación económica para observar los primeros síntomas positivos.

En el caso del segmento de apartamentos en alquiler, el impulso que se observa en la actualidad se debe al cambio de orientación de la demanda residencial, que ha optado por favorecer el alquiler en detrimento de la propiedad. Como consecuencia de ello, en la primera mitad de 2011, los ratios de desocupación de las viviendas en alquiler han descendido a niveles similares a la media histórica y los aumentos de la renta efectiva han superado la inflación. Las previsiones indican que este mercado continuará con el dinamismo actual en la segunda parte de 2011 y a lo largo de 2012, y que tendrá un reflejo en menores ratios de desocupación y alquileres creciendo a tasas por encima del 3%.

El aumento del empleo de los últimos trimestres y la falta de oferta de nuevos espacios inmobiliarios comerciales han permitido que tanto el ratio de desocupación como los alquileres efectivos se estabilizaran en los segmentos de oficinas, industrial y del comercio minorista. El descenso de los ratios de capitalización exigidos en el inmobiliario comercial ha llevado a que, con el nivel de los alquileres actual, se recuperaran las rentabilidades en prácticamente todos los sub-segmentos. Sin embargo, la inversión en ese segmento continuó descendiendo y los precios aún no se han estabilizado.

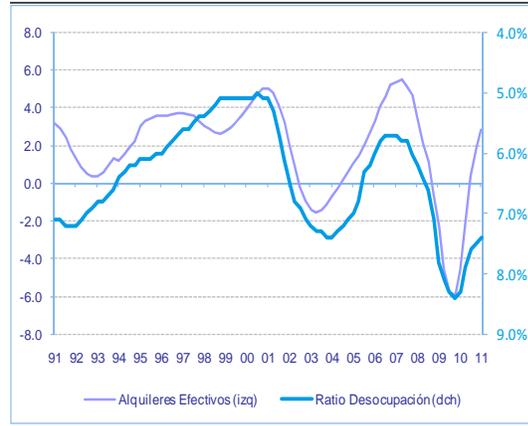
Las previsiones para la segunda parte de 2011 y 2012 indican un mercado inmobiliario comercial más estable, el número de transacciones aumentará ligeramente, se reducirá sensiblemente el espacio disponible y el nivel de alquileres se mantendrá estable, dado que no existe ninguna tensión por parte de la demanda. Sin embargo, el riesgo de aumento de las tasas de interés introducirá tensiones alcistas en los ratios de capitalización, lo que llevaría a un nuevo retroceso de precios.

La incertidumbre existente en el mercado residencial está favoreciendo el desarrollo del segmento de la vivienda en alquiler: la desocupación disminuye en un entorno de rentas al alza

Con la crisis inmobiliaria, la demanda residencial se ha reorientado hacia la vivienda en alquiler. Desde que comenzara la recuperación económica, el ratio de desocupación de este tipo de vivienda ha descendido casi dos puntos porcentuales hasta situarse ligeramente por encima del 6,0% al final del primer trimestre de 2011 a nivel nacional, según se desprende de los datos publicados por REIS. En el mismo periodo, las rentas efectivas han aumentado un 2,8%.

El aumento de la demanda de apartamentos en alquiler ha llevado a un incremento en el número de viviendas multifamiliares iniciadas desde finales de 2009. De hecho, las viviendas iniciadas en la primera mitad de 2011 duplicaron el número observado en la primera mitad de 2010 y se situaron en una media anual cercana a las 150.000 unidades. De todas formas, este volumen de iniciaciones está aún lejos de la media histórica que se sitúa en el entorno de las 350.000 unidades.

Gráfico 1
Apartamentos en Alquiler. Variación Interanual Rentas efectivas (%) y Ratio de Desocupación (%)



Fuente: Property and Portfolio Research y BBVA Research

Gráfico 2
Apartamentos en Alquiler Iniciados. Media Móvil Trimestral (Miles Unidades)



Fuente: Census Bureau

Desde la segunda mitad de 2010 y a lo largo de la primera de 2011, los ratios de capitalización del segmento de alquiler están descendiendo suavemente dado el menor riesgo asociado a este tipo de inversión. Como consecuencia de lo anterior, y en un entorno de crecimiento de las rentas, los precios de los apartamentos en alquiler están mostrando revalorizaciones por encima de la inflación desde mediados de 2010.

La mejora tanto del alquiler como de los precios ha tenido un reflejo positivo en las rentabilidades, que desde principios de 2010 se han situado en el terreno positivo hasta alcanzar un máximo del 6% a final de año, según los datos elaborados por el National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF). En los primeros meses de 2011, la ralentización de los precios de este tipo de edificios ha limitado las rentabilidades; de hecho, a finales del primer trimestre del año éstas habían descendido hasta el 3% de media. La tendencia indica una moderación de las mismas a lo largo de 2011.

Mientras se mantenga la incertidumbre en la evolución de los precios de la vivienda en el segmento de la propiedad y continúe el proceso de desapalancamiento hipotecario de las familias, la demanda residencial continuará orientándose hacia el segmento del alquiler. En este sentido, nuestras estimaciones indican que este proceso continuará hasta la segunda mitad de 2012.

Gráfico 3
Apartamentos en Alquiler: Valor Capital y Ratio de Capitalización. Variaciones Interanuales (%)



Fuente: Property and Portfolio Research y BBVA Research

Gráfico 4
Apartamentos Alquiler. Rentabilidades Trimestrales (%)

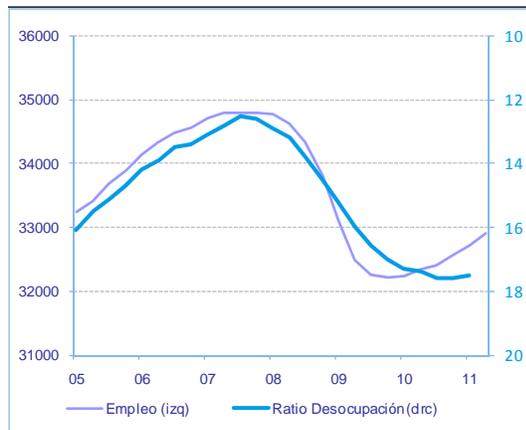


Fuente: NCREIF

El deterioro del segmento inmobiliario no residencial se ha ido frenando a medida que ha mejorado el empleo y el consumo de los hogares. Es necesario un impulso más vigoroso del empleo para que cambie la tendencia de la inversión en edificios comerciales

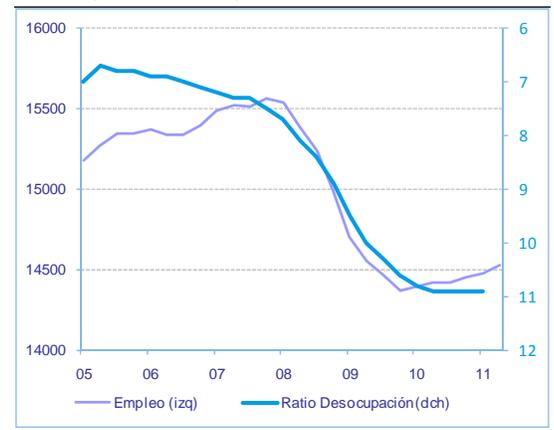
Desde comienzos de 2010 hasta mediados de 2011, el total de empleo no agrícola ha aumentado en algo más de dos millones de puestos de trabajo, de los que 300.000 lo fueron en las ramas industrial y construcción y casi 1.8 millones en el sector servicios. Esta evolución del empleo ha permitido que se frenara el aumento del inventario vacante y se estabilizaran los ratios de desocupación. De hecho, las industrias que demandan espacio de oficina han aportado casi la mitad del aumento del empleo del sector servicios en el periodo mencionado. La mejora del consumo de las familias también ha permitido que un aumento del negocio minorista, que se ha visto reflejado en un aumento de casi 200.000 empleos en el segmento, y ha impulsado la demanda de este tipo de superficies comerciales. Al ritmo de crecimiento del empleo actual, se necesitarían aproximadamente unos tres años para eliminar el actual exceso de oferta en el segmento de las oficinas y algo más de cuatro años para eliminar el de las superficies de venta minorista. Es necesario un impulso más intenso del empleo para que se ajuste el exceso de oferta y retorne la inversión en edificios comerciales.

Gráfico 5
Oficinas: Empleo y Ratio de Desocupación. Miles y Ratios (%)



Fuente: BLS, REIS y BBVA Research

Gráfico 6
Comercio Minorista: Empleo y Ratio de Desocupación. Miles y Ratios (%)



Fuente: BLS, REIS y BBVA Research

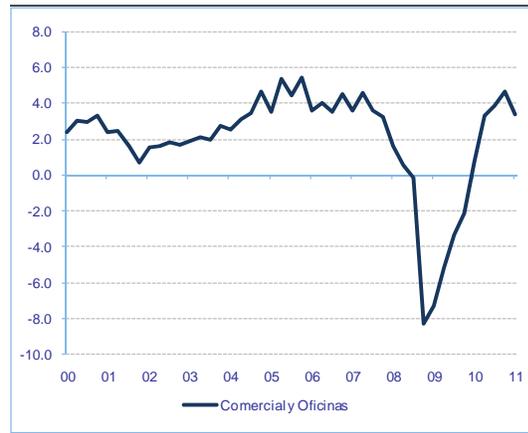
Las rentabilidades han vuelto a terreno positivo y se han situado a niveles similares a los observados a mitad de la década pasada. Sin embargo, las rentabilidades actuales pudieran no ser sostenibles en la segunda mitad de 2011 y 2012 dada la incertidumbre existente sobre las tasas de interés de largo plazo

La vuelta de las rentabilidades positivas al segmento comercial se ha debido básicamente al ligero aumento de los precios de estos inmuebles y no tanto a una mejora de los alquileres efectivos, que continuaron descendiendo también en los primeros meses de 2011, si bien a un menor ritmo que en 2010. En el primer trimestre de 2011, las rentabilidades estimadas en los segmentos de oficinas, comercial e industrial se situaron en niveles similares a los observados antes de la reciente recesión económica.

El aumento de los precios en el segmento comercial se ha debido al descenso generalizado de los ratios de capitalización. El ajuste de la prima de riesgo ha sido lo suficientemente intenso como para mitigar los descensos de los alquileres efectivos y posibilitar un ligero aumento de precios en un contexto de tasas de interés que se ha mantenido en el entorno del 3,0% y 3,5%. Sin embargo, esta tendencia pudiera verse negativamente afectada a lo largo de 2012 por una reorientación al alza de las tasas de interés de largo plazo, los que llevaría a ratios de capitalización más elevados, con un impacto negativo en precios.

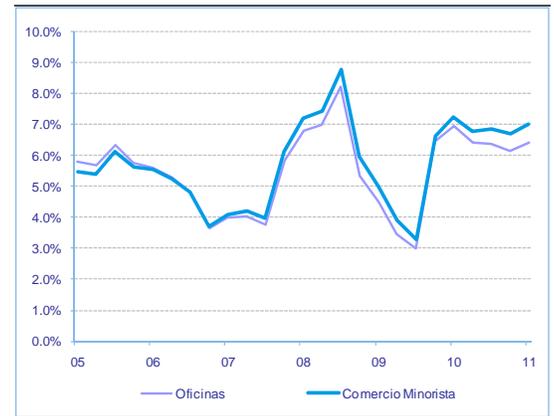
De todas formas, las positivas previsiones sobre el crecimiento del empleo, del ingreso de las familias y del consumo de las mismas indican que en 2012 y 2013 descenderán los ratios de desocupación del inmobiliario no residencial y aumentaran el número de transacciones. A media que mejore la confianza de los empresarios, la inversión en inmobiliario se reactivará: nuestras previsiones indican que ésta volverá a ser positiva en la primera mitad de 2012.

Gráfico 7
Inmobiliario No Residencial. Rentabilidades Trimestrales (%)



Fuente: NCREIF

Gráfico 8
Inmobiliario No Residencial. Ratios de Capitalización descontada la Tasa Interés Real (%)



Fuente: Property and Portfolio Research y BBVA Research

4. Financiación Hipotecaria

La financiación hipotecaria se encuentra en una fase de mejora de la cartera crediticia, requisito imprescindible para que se produzca la reactivación de la misma

En el primer semestre de 2011, el crédito hipotecario continuó descendiendo y todo indica que este proceso de desapalancamiento se prolongará también en 2012. A pesar de las bajas tasas de interés, la demanda de crédito hipotecario continuó siendo débil. Por parte de la oferta, las entidades financieras mantienen aún elevados los estándares para la concesión de hipotecas. En el segmento residencial, la demanda de hipotecas se recuperará a medida que se estabilicen los precios de las viviendas y mejoren las perspectivas de las familias. En el segmento comercial, para que la demanda de crédito se reactive y el crédito se expanda es necesario que el exceso de oferta de superficies comerciales actual descienda de forma significativa y que se intensifique la recuperación económica.

En este entorno, el proceso de saneamiento de las entidades financieras también ha continuado en el primer semestre de 2011 y ya se empieza a apreciar la significativa mejora de la calidad de la cartera hipotecaria: descendió de nuevo la entrada de créditos morosos y las pérdidas netas fueron notablemente inferiores a las de la primera mitad de 2010. También se ha observado un descenso de la cartera de activos residenciales adjudicados en manos de las entidades financieras, el primero desde que comenzara la crisis inmobiliaria. La cartera de activos comerciales adjudicados, sin embargo, se ha mantenido en niveles similares a los observados en el trimestre último de 2010.

En este entorno, la actividad en el mercado secundario en 2011 se ha mantenido a niveles similares a los existentes antes de la crisis. De todas formas, la emisión de títulos hipotecarios se está concentrando en las agencias con apoyo gubernamental, habiendo desaparecido del mercado los emisores privados. Los cambios normativos que están estudiando tanto el Congreso como el Gobierno determinarán el proceso de titulización en el futuro inmediato.

La fragilidad de la recuperación económica, la negativa evolución de los precios inmobiliarios y el débil dinamismo del mercado laboral se están traduciendo en una escasa demanda de crédito hipotecario

En el primer semestre de 2011, el proceso de desapalancamiento hipotecario por parte de familias y empresas continuó a un ritmo similar al de trimestres anteriores. Al final del primer trimestre de 2011, el saldo de crédito hipotecario del sistema era de 13,7 billones de dólares, casi un 3,0% por debajo del existente un año antes. El saldo hipotecario residencial descendió un 2,5%, mientras que el hipotecario comercial cayó un 4,6% en tasas interanuales. Desde el máximo observado en el segundo trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2011, el volumen de crédito hipotecario del total del sistema financiero descendió casi un billón de dólares, lo que supone una caída del 6,6% desde el máximo mencionado. Nuestras estimaciones indican que este saldo pudiera descender aún un 5% más, unos 700,000 millones, hasta situarse en el entorno de los 13 billones de dólares antes de que comience a recuperarse en la segunda mitad de 2012.

Gráfico 1
Saldo de Crédito Hipotecario Residencial. Tasa de variación interanual (%)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

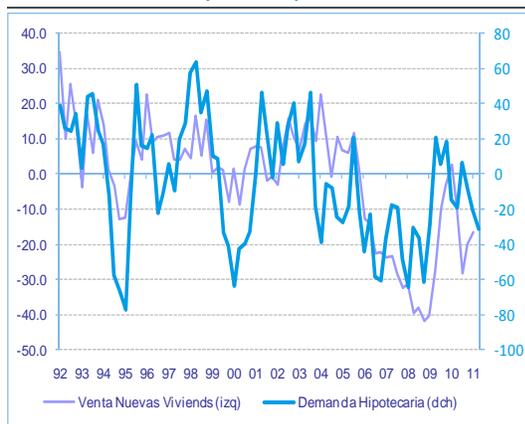
Gráfico 2
Saldo de Crédito Hipotecario Comercial. Tasa de variación interanual (%)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

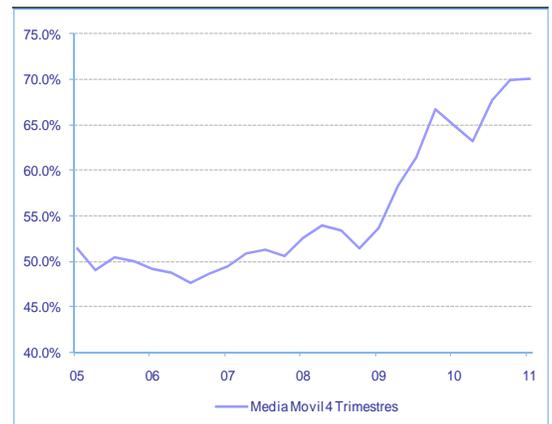
En este sentido, en la primer mitad de 2011, la demanda de hipotecas para la adquisición de viviendas continuó siendo débil según se desprende de los datos de la encuesta de crédito elaborada por la Reserva Federal. Así, en el primer trimestre de 2011, se originaron hipotecas residenciales por un total de 300,000 millones de dólares, un 23% por debajo de la media trimestral de 2010. Además, la mayor parte de la originación de hipotecas residenciales de los últimos trimestres se ha debido más a la refinanciación de créditos ya existentes que a la concesión de nuevos créditos hipotecarios; de hecho, el peso de las operaciones de refinanciación ha aumentado hasta el 70% en los últimos trimestres, según se desprende de los datos elaborados por la Mortgage Bankers Association. Este proceso de refinanciación está fuertemente incentivado por el bajo nivel de las tasas hipotecarias existentes en la actualidad. Para que se reactive de forma relevante la originación de nuevas hipotecas, sería necesaria una recuperación más intensa de la venta de viviendas.

Gráfico 3
Demanda de Hipotecas Residenciales y Venta de Viviendas. % de respuestas y variación interanual



Fuente: Reserva Federal, Census Bureau y BBVA Research

Gráfico 4
Refinanciación Hipotecaria. Peso en el total de nuevas concesiones (%)

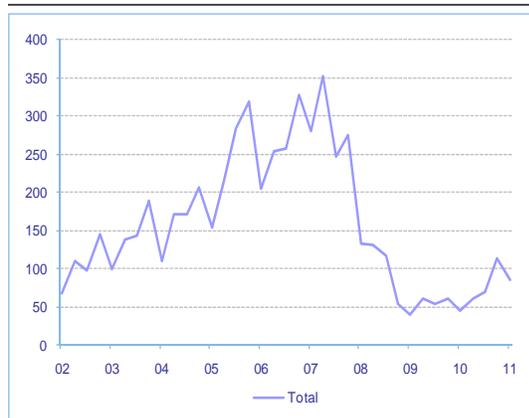


Fuente: MBA, Harver y BBVA Research

En el caso del segmento inmobiliario comercial, la demanda de crédito mejoró sensiblemente a lo largo de 2010, pero manteniéndose en niveles realmente bajos en relación con la demanda de años pasados. En el primer trimestre de 2011, esta demanda se redujo sensiblemente, si bien presentó tasas de crecimiento interanual positivas. Dos elementos han sido los principales motores de este segmento: la suave mejora del empleo, que está suponiendo un apoyo a la demanda de inmuebles comerciales, y las oportunidades que se han generado con la salida al mercado de inmuebles comerciales adjudicados en manos de las entidades financieras.

Gráfico 5

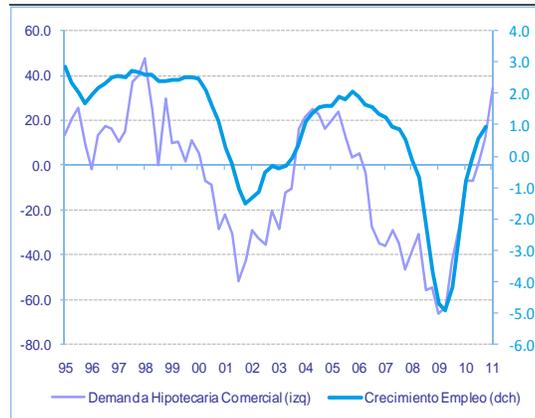
Hipotecas Comerciales Concedidas. Índice media 2001 = 100



Fuente: Mortgage Bankers Association

Gráfico 6

Demanda Hipotecas Comerciales y Creación de Empleo. % de respuestas y variación interanual



Fuente: Reserva Federal, BLS y BBVA Research

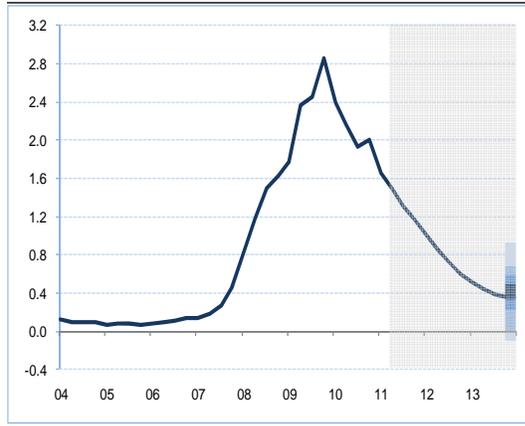
Mejora la calidad de la cartera hipotecaria, descienden las pérdidas netas y se reduce la entrada de morosos. El número de viviendas embargadas se está moderando significativamente y esperamos se normalice en la segunda mitad de 2012

Mientras las familias están desapalancándose suavemente, las entidades financieras están eliminando los créditos fallidos muy lentamente, por lo que se mantiene estable el peso relativo de los créditos morosos en el conjunto de la cartera. En este sentido, a finales del primer trimestre de 2011, la morosidad hipotecaria continuó a niveles muy similares a los de finales de 2010, situándose en el entorno del 7%.

A pesar de lo anterior, la calidad de la cartera hipotecaria está mejorando sensiblemente desde comienzos de 2010, momento en el que las pérdidas netas comenzaron a presentar una evolución descendente, tanto en el segmento residencial como en el comercial. A finales del primer trimestre de 2011, las pérdidas netas en el segmento residencial representaban el 1.65% de la cartera, 1.21 puntos por debajo del máximo del cuarto trimestre de 2009. En el mismo periodo, las pérdidas netas en el segmento comercial descendieron 0.92 puntos básicos hasta situarse en el 1.86% de la cartera. Nuestras previsiones indican que este proceso continuará también en la segunda mitad de 2011 y se intensificará a lo largo de 2012, pero no se situará en niveles similares a los anteriores a la crisis hasta principios de 2014.

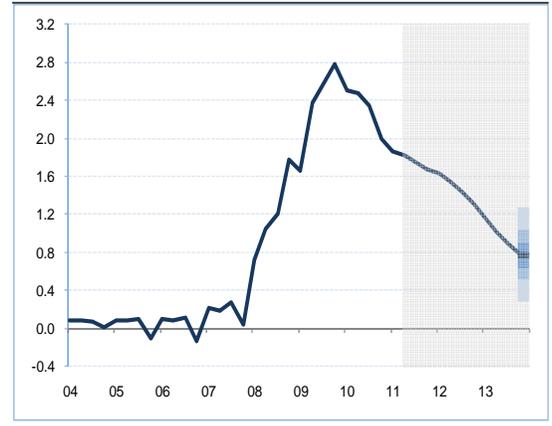
Si bien el peso de los créditos fallidos continúa siendo elevado, la entrada de nuevos morosos se está reduciendo paulatinamente en todos los segmentos. De hecho, en el primer trimestre de 2011, el peso de las hipotecas con una morosidad de 30 a 90 días se redujo hasta el 1.9%, 0.6 puntos porcentuales por debajo del máximo observado en el último trimestre de 2009.

Gráfico 7
Hipotecas Residenciales: Pérdidas Netas. % de la cartera



Fuente: FDIC y BBVA Research

Gráfico 8
Hipotecas Comerciales: Pérdidas Netas. % de la cartera



Fuente: FDIC y BBVA Research

En línea con lo anterior, el volumen de viviendas embargadas también está descendiendo, como se desprende de los datos elaborados por RealtyTrac. Así, en mayo de 2011, se iniciaron algo más de 200.000 procesos para la ejecución de hipotecas impagadas, un 40% por debajo del máximo observado en marzo de 2010. La tendencia descendente de la serie sugiere que el volumen de embargos se normalizará en el primer trimestre de 2012.

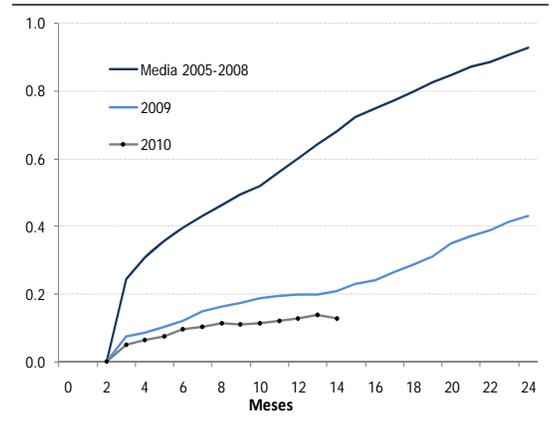
Además, la mejor calidad de los créditos hipotecarios concedidos en los últimos dos años augura que la morosidad futura se mantendrá en niveles contenidos. De hecho, los ratios de morosidad de los créditos concedidos en 2009 y 2010 se encuentra muy debajo de la media de los créditos concedidos en el periodo 2005-2008, como se puede observar en los datos recogido por Lending Processing Services.

Gráfico 9
Embargos Iniciados. Media móvil trimestral (miles)



Fuente: RealtyTrac y BBVA Research

Gráfico 10
Morosidad Hipotecaria Residencial por Año en el que se Originó el Crédito. % cartera

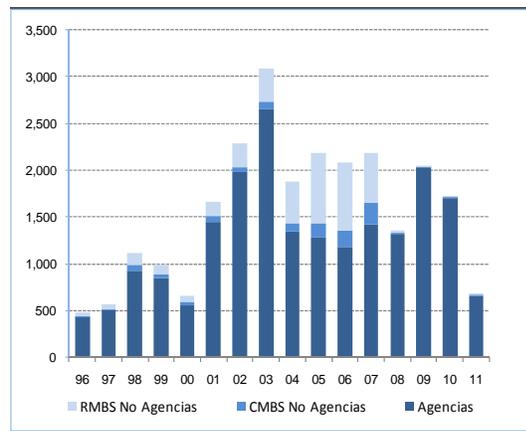


Fuente: Lending Processing Services y BBVA Research

La emisión de títulos hipotecarios en el mercado secundario continúa muy activa también en 2011, si bien se concentra básicamente en las agencias apoyadas por el gobierno

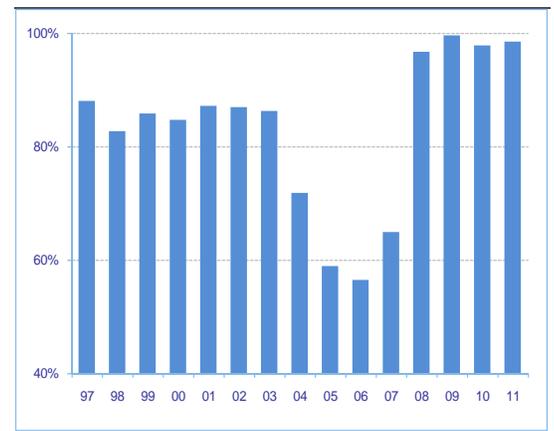
En los primeros cinco meses de 2011, la emisión de títulos hipotecarios alcanzó un volumen cercano a los 700 millones de dólares, un 8.3% por encima de los emitido en el mismo periodo de 2010. El proceso de titulización de activos hipotecarios no ha quedado interrumpido por la crisis inmobiliaria, si bien este se ha visto relegado a las emisiones efectuadas por las agencias con apoyo gubernamental (Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae). Estos elevados niveles de emisión de títulos hipotecarios sugieren que se mantienen aún los beneficios de este sistema de re-financiación hipotecaria acudiendo a los mercados de capitales.

Gráfico 11
Emisión de Títulos Hipotecarios. Miles de millones de dólares



Fuente: SIFMA y BBVA Research

Gráfico 12
Emisiones de las Agencias Gubernamentales. Peso en el total (%)



Fuente: SIFMA y BBVA Research

En la actualidad, los legisladores están debatiendo la forma de definir una “hipoteca residencial de calidad” (HRC). Con ello, se trata de establecer los estándares que debieran de cumplir las hipotecas para que fueran eximidas de los requerimientos actuales de riesgo crediticio exigidos por la Reserva Federal. Si los estándares para que un crédito sea calificado como HRC se establecen de forma conservadora (por ejemplo: hipotecas con LTV por debajo del 80%, que no hayan sufrido impagos de más de 60 días, y cuyos pagos mensuales no representen más del 28% de los ingresos brutos familiares, etc.), los títulos hipotecarios que se obtendrían serían muy seguros. El problema reside en que este tipo de requisitos no podrían ser alcanzados por una gran parte de las hipotecas actuales. La tarea del regulador es la de equilibrar el acceso a la financiación hipotecaria con el riesgo deseado en los mercados secundarios; la normativa resultante definirá el proceso de titulización hipotecaria en el futuro.

Otro asunto tratado por los reguladores que potencialmente puede afectar al mercado hipotecario es el límite que se establece para que un crédito sea considerado “jumbo” por Fannie Mae y Freddie Mac (GSE’s). Los deseos del Congreso y el Gobierno es que se reduzcan los riesgos de este tipo de créditos. Una manera de alcanzar esto sería rebajando gradualmente la cantidad para que un crédito sea considerado “jumbo” y aumentar el coste de titulización a las GSE’s para incentivar a los emisores privados de títulos apoyados en este tipo de activos.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Estados Unidos*Economista Jefe***Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Ignacio San Martín

ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

Marcial Nava

marcial.nava@bbvacompass.com

Jeffrey O. Herzog

jeff.herzog@bbvacompass.com

Jason Frederick

jason.frederick@bbvacompass.com

Hakan Danis

hakan.danis@bbvacompass.com

Kim Fraser

kim.fraser@bbvacompass.com

Boyd Stacey

boyd.stacey@bbvacompass.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia**

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca

Asia

Stephen Schwartz

stephenschwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorkhkar@grupobbva.com

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Innovación y procesos

Clara Barrabés

Clara.barrabes@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Tasas de Interés, Divisas y Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a**BBVA Research USA**

5 Riverway, Suite 320

Houston, TX 77056

US

Tel. + 1 713 341 8200

researchusa@bbvacompass.com

www.bbva.com